

「資金循環の図式論」の拡充

——ケインズ体系に即して——

石 田 定 夫

目 次

- I 問題の設定
- II 「図式論」の系譜：2つの図式論
 - 1. 古典的図式
 - 2. ケインズの図式
- III 「図式論」の整理と拡充
 - 1. 資金循環のフローとストック
 - 2. 図式論の整理
 - 3. 図式論の拡充
 - 4. 資金循環バランスの諸類型
- IV 通貨の産業的流通と資金の金融的流通の交渉関係
 - 1. 資金循環の諸過程の相互関係
 - 2. 現代金融システムの構成
- V 流動性選好説の「図式論」的解釈
 - 1. 流動性選好説 VS 貸付資金説
 - 2. 短期金融市場 VS 債券市場
 - 3. 債券市場 VS 株式市場
 - 4. 資金循環のフローとストック再論
- VI 1986～93年：資金循環の拡大と縮小
 - バブル発生と崩壊のケース・スタディ——
 - 1. その統計的観察
 - 2. 図式論の視点と金融システム論

I 問題の設定

資金循環論の課題は、「資金の金融的流通の態様と作用」を、とくに「通貨の産業的流通との交渉関係」において解明する点にある。資金循環分析は一般に「資金循環勘定統計の記述分析」といわれる。しかし、それが「金融経済論」のひとつの研究分野として、いわば市民権を確保するには、その諸論点を整理・体系化し、理論的に基礎づけることが重要であると思われる。この点について、私は資金循環論をめぐる諸問題を4つの問題領域—(1)図式論、(2)統計、(3)分析、(4)理論—に分け、その「体系化」を試みてきた⁽¹⁾。上述のように「資金循環勘定統計の記述分析」というのは、4領域のうち「(2)と(3)」をさし、事実、それらは資金循環論の主要内容ではある。しかし「金融経済論としての資金循環論」に理論的な装いを付けるためには、それだけにとどまっているわけにはいかない。

本論の主題である資金循環の「図式論」は、金融経済の仕組みとその全体図の基本的見方（ヴィジョン）を描くものであり、われわれの資金循環論研究の出発点となる。「図式論」は、沿革的には古くはケネーに始まり、スミス・マルクス・ケインズにいたる「経済表」（*tableau economique*）の見方・考え方に由来する。それは経済全体の動きを「経済循環」（*economic circulation, Wirtschaftskreislauf*）としてとらえるものであり、現代のマクロ経済分析の基礎になる。資金循環の「図式論」は、「貨幣的な経済表」をいかに描くかという、資金循環分析の基本的な考え方と論理にかかわる問題である。

資金循環の「図式論」は、貨幣経済の全体的な観察を通じて、実物的な流れと貨幣・金融の流れの対応関係をとらえ、さらに開放体制においてその国内面と対外面の対応関係をも明らかにすることを狙いとする。とくに

「資金循環の図式論」の拡充

金融の流れは、つねに金融資産（通貨・流動性）と金融負債（信用）の対応として二面的にとらえる必要がある。それは複式簿記的な思考であるといえよう⁽²⁾。また、この複式簿記の手法をマクロ経済に適用したものが社会会計 social accounting の問題である。資金循環勘定 flow-of-funds accounts はその financial な面の社会会計であり、その仕組みは複式簿記の原理によっている。

資金循環勘定の数値は一定期間における資金の流れの集計額を「簿記的バランス」のかたちで表示したものである。それはまた「事後的バランス」でもある。こうした「事後的バランス」から「事前的」な、「因果論的な解釈を求めることは困難である。しかしわれわれは、「事後的」にせよ「整合的」な資金循環計数から、金融全体の「姿」をとらえ、さらにその時系列計数から、金融のダイナミックな動きをよみとることができる。それには資金循環全体の「姿」とその「動き」の筋道を「図式的」にとらえる、金融経済に対するヴィジョンをもつことが重要であろう⁽³⁾。

私は「図式論」について限らない興味を覚え、これまで若干の試論をかいてきた⁽⁴⁾。また拙著『日本経済の資金循環』において「図式論」に基づいて1960年代から80年代までの日本経済の資金循環の変動を「類型化」し、その態様を考察した⁽⁵⁾。もちろん「図式論」の論議はすべてこれに尽きるものではない。本稿は、これまでの論稿における論述不十分な点を考慮し、若干の記述の重複をおそれつつも、ケインズ体系に即して論点を整理しケインズ的な金融システムの「理論」との連係化を試みる点にある。あらかじめ本稿の論点をあげると、次のとおりである。

- (1) まず資金循環の「図式論」の系譜として古典的図式とケインズ的図式を対比し、その基礎にある金融経済観を検討し、前者が「規範」的、後者が「現実」的であることを確認する。ここの論述は故山口茂・小泉明両教授の所説に全面的に負うものである。

- (2) われわれは現実的なケインズ寄りの視点から基本図式を素描し、資金循環のフローとストックの問題にふれる。ついで開放体系下の図式に拡充し国際資本移動の問題をとりあげる。
- (3) 資金循環論の課題である「通貨の産業的流通と資金の金融的流通の交渉関係」と「資金の金融的流通の態様と作用」の2つの問題に対して、「図式論」の立場からアプローチする。
- (4) 資金循環の動態的な作用は、銀行信用と資本市場を両軸とする資金の金融的流通の総過程のなかから生ずる。それは資金循環の場である「金融システム」の問題でもある。それはケインズ「流動性選好説」によって説明するのが適切であると思われるが、本稿では『一般理論』を拡充し長期利率と短期利率を区別し、株式市場の動きをもとりあげる。われわれは「流動性選好説」の図式論的解釈を通じて「図式論」と金融システムの「理論」の連係化をはかる。
- (5) 最後に、資金循環の「図式論」と金融システム論の演習問題として、1980年代後半以降におけるわが国資金循環の変動（いわゆるバブルの発生と崩壊）過程の態様とメカニズムを概観し、とくにケインズの「資本の限界効率」と「流動性選好」の役割に論及する。

注

- (1) 石田 [16] [18]。
- (2) ケインズ『一般理論』第7章「貯蓄と投資の意味についての統論」において、投資と貯蓄の均等のしくみを、所得の生産と支出（売り＝買い）、資金の貸借（貸し＝借り）の取引の二面性によって説明している。これはケインズ自身の明示的なことばではないが、複式簿記的な思考に基づくものである。ケインズは同章の終りに経済全体における投資と貯蓄の均等、個々人の通貨保有高の合計額と銀行組織の通貨供給高の均等、の2組のマクロバランスに言及している。これはヒックスの $IS=LM$ 分析の考えにつながるものであろう。ケインズ [1] 81～85頁。訳82～86頁参照。
- (3) 金融学会1993年春季大会における私の自由論題報告「国際資金循環分析の

「資金循環の図式論」の拡充

構想と展開」に対する藤田誠一氏の質問「事後的集計表である資金循環表から、どのように事前的な資金過不足とその調整を読みとればよいか」。私の返答の要旨「資金循環から事前的な動きを直接読みとることは一般論としては困難である。資金循環表は金融全体の整合的な関係を示すから、そのトレンドをフォローすることによって、金融情勢の推移と現状を的確に把握する。今後の予測としては、現状分析をベースに今後の情報を考慮に入れて事前的な動きを判断する。」(同報告138～139頁)

(4) 石田 [12] [13] [14] [16] [17] [18]。

(5) 石田 [11] 第5章第1・2節。

本稿はこのたび目出たく古稀をお迎えになられた池田一新先生に感謝とお祝いの気持ちをこめて執筆寄稿するものである。

II 「図式論」の系譜：2つの図式論

1. 古典的図式

まず古典的金融図式の代表として故山口茂教授の「生産物流通金融」からみていくことにする。それは「古典的二分法」の立場にたち、通貨の供給―流通―還流のメカニズムを簡潔かつ整合的なかたちで示したものである。その骨子は次のとおりである⁽¹⁾。

新しい生産物が市場に出回ると、銀行の商業手形の割引によって通貨(預金通貨)が供給される。通貨は新生産物の流通の決済に順次充てられ、この間生産物の生産流通に関連して所得が形成される。消費支出分は消費財企業の売上げ代金となり、貯蓄分は投資銀行あるいは資本市場を經由して新投資金融に充てられ、投資財企業の売上げ代金となる。いずれも、生産物が流通界から消滅するとともに、通貨は売上げ代金として企業に回収され、そして商業手形の期日決済によって銀行に還流する。こうして生産物の市場への出回りとともに通貨は銀行から供給さ

れ、生産物の流通界からの消滅とともに銀行に還流する。

「古典的図式」の基本的な立場は、いわゆる「古典的二分法」classical dichotomy, 「銀行主義」banking principle と「貨幣ヴェール観」である。それは、完全雇用を前提とし生産物が均衡価格で市場に出回ったと想定し、その流通取引に必要な通貨は銀行の信用供与（商業手形の割引）によって供給され、取引の完結（商業手形の期日決済）にともなって銀行に還流する（銀行主義）というのである。図式では実物経済の均衡を所与として貨幣経済の営みはそれに照応する関係にある（古典的二元法）。そして、通貨・金融面の作用は実物経済の動を媒介するにとどまり、通貨は実物経済を被うヴェールにすぎない（貨幣ヴェール観）。

「古典的図式」において通貨の産業的流通と金融的流通が交錯する場合は2個所ある。その1は銀行の商業手形の割引とその返済、その2は投資銀行ないし資本市場による新投資金融である。山口図式において前者は「生産物流通金融」であり、銀行の短期信用の供与と返済によって通貨の追加的供給と回収がおこなわれる。後者は「新投資金融」であり、貯蓄が定期預金・証券投資にむけられ、長期金融機関（山口図式では「投資銀行」）あるいは資本市場を通じて長期貸付、社債・株式の投資など長期信用として供与される。これは設備投資に充てられ、その生産力効果によって経済成長の源泉となる。通貨の流れを川の流れに譬えるならば、「生産物流通金融」は川上であり、「新投資金融」は川下に位置づけられる。古典的図式は——封鎖体系下をとるかぎり——上述のように「銀行主義」的に描かれるが⁽²⁾、さらに「長短金融分離」の伝統的な銀行分業論に基づいている。

ところで、古典的図式において経済成長の金融はどのように扱われているのだろうか。「新投資金融」は貯蓄先行型（貯蓄→投資）、すなわち今期の貯蓄資金が次期の投資資金に充てられるという思考に基づいている。こ

「資金循環の図式論」の拡充

の点は後述の投資先行型（投資→貯蓄）のケインズの「現代的図式」と異なるが、その点は後でふれるとして、新投資は実物資本ストックへの追加であり、その生産力効果によって実質生産量は増加し経済は成長する。したがって、次期の「生産物流通金融」の規模は、経済の成長の分だけ今期のそれを上回り、通貨供給量もそれに応じて増加する。また実物投資と貯蓄形成の額も、経済規模の拡大に応じて——貯蓄率・投資率が変わらないとして——前年より増大するから、「新投資金融」の規模も拡大し、実物資本の形成と金融資産（あるいは金融負債）増加のバランスがえられる。

このように古典的図式は、先に実物経済面で適正成長が想定され、それに照応するかたちで貨幣経済が拡大する構図となっている。それは故小泉明教授が指摘されたように「規範」の理論である⁽³⁾。若干敷衍すれば、ここでは「銀行主義」、「商業貸付主義」に即して銀行貸出の行き過ぎを自から律する「健全金融」sound banking の考えが基底にある。後段（VI）で述べるが、80年代後半以降におけるバブルの発生と崩壊への反省として「古典的図式」の理念を再考することも重要であろう。

2. ケインズの図式

次に現代的金融図式の代表としてケインズの図式をとりあげよう⁽⁴⁾。

投資と貯蓄の関係について、前述の古典的図式では貯蓄先行型（貯蓄→投資）であるが、ケインズの図式では「投資乗数理論」で示されるように、投資先行型（投資→貯蓄）であることはいうまでもない。それゆえケインズの図式において投資の金融の方法が問題となる。

ケインズの図式においても、まず銀行の短期信用の供与が出発点となる。山口図式（生産物流通金融）は、完全雇用のもとで新しい生産物が均衡価格で市場に出回ることを条件として、その生産物の流通金融を目的として銀行信用が供与される。したがって、その与信の方式も商業手形の割

引であるとした。これに対し不完全雇用の前提にたつケインズの図式では、銀行の短期信用の供与の対象には商品の流通金融のみならず、商品の生産過程の運転資金（原料の仕入れ・賃金支払い資金など）の供給も含まれる。それは山口図式の「生産物流通金融」に対して「生産用役結合金融」（小泉）というべきものであろう。また実際に銀行貸出の形態についても、商業手形の割引よりも手形貸付が圧倒的に多いこととも関連している。

成長経済のもとでは、銀行の短期信用は企業の運転資金のみならず設備投資の前貸資金として供与されることもある。すなわち、企業は銀行からの短期借入金によって投資活動を進めるとともに、起債市場の状況に応じて社債を発行し、その発行代り金によって最初の銀行からの短期借入金を返済する。この場合、産業的流通の面では乗数理論が示すように、投資支出を起点として所得が乗数的に拡大し貯蓄が増加する。そして、その貯蓄資金が社債の引き受けに充てられるならば、金融バランスは「事後的」には古典的図式と同じく、投資資金は貯蓄資金によってファイナンスされるかたちとなる。

通貨の流れを川の流れの譬えていえば、前述のように山口図式における「生産物流通金融」は「川上」、「新投資金融」は「川下」にそれぞれ位し、長短金融の分離がはかられていた。ケインズの図式においては、「川上」における銀行の与信活動は投資の前貸金融の役割を担い、「川下」の長期金融は投資前貸金融の「確定化」consolidationをおこなうことになる。ケインズ図式において、成長金融というとき、「銀行信用」による投資の前貸融資と「資本市場」によるその確定化の両者を一体的にとらえることが重要であり、しかもこの両領域の間には「投資乗数理論」を骨子とする通貨の産業的流通（所得循環）の領域が介在する。投資先行型のケインズの場合、経済の成長、すなわち投資の乗数的拡大の過程においては銀

「資金循環の図式論」の拡充

行の信用創造によって取引通貨の供給増加をはかることが必要である⁽⁶⁾。すなわち、ケインズによれば、投資と貯蓄は事後的に必ず均等するから、投資資金のファイナンスにおいて貯蓄不足は決して生じないが、流動性不足の事態が生ずる⁽⁶⁾。つまり、投資の前貸金融において重要な点は、銀行の信用創造による流動性すなわち通貨の供給である。

注

- (1) 山口〔6〕
- (2) 古典的図式は開放体系下では国際金本位制の「通貨主義」的な方式をとることになる。山口〔7〕参照。
- (3) 小泉〔9〕132～138頁参照。
- (4) 小泉〔9〕。
- (5) 小泉〔9〕93～95頁および100～102頁、小寺〔10〕72～73頁参照。
- (6) ケインズ〔2〕, The ex ante theory of the rate of interest, pp. 222-223.

III 「図式論」の整理と拡充

1. 資金循環のフローとストック

以上、資金循環の相対立する2図式—古典的とケインズ的—をみてきた。もちろん、いずれもきわめて単純化した「一回限り」の取引についての資金の流れ（フロー）を描いたものである。実際には新投資はたえず変動し経済活動はダイナミックに進められている。資金循環面でも銀行の信用創造による通貨の供給は不断におこなわれ、経済活動の営みを媒介しその潤滑油としての機能を果たしている。川の流れの譬えていえば、一定の経済規模の循環に即応して一定の通貨残高が供給されている。現実の成長経済のもとでは、通貨残高は経済活動や取引規模の拡大にともなって増加し、金融資産負債残高も実物資本ストックの蓄積に照応して増加することになる。したがって、一定期間の資金の金融的流通（フロー）は金融資産・

負債残高（ストック）の増減の過程でもある。

前述の古典的図式（山口図式）は、通貨、とくに「取引通貨」のフロー面——その造出・流通・還流——に視野を当てたものである。成長通貨の供給は銀行信用（商業手形の割引）によっておこなわれるが、その場合、実物経済面の成長が先に与えられ、「取引通貨」の需要増加は商業手形の割引額の増加によって満たされる。これに対して、ケインズの図式においては、通貨の流れ（フロー）のみならずその残高（ストック）もとりあげられ、また通貨の内容についても「取引通貨」（ケインズの M_1 ）と並んで「資産通貨」（ケインズの M_2 ）の作用が重視されている。とくに「流動性選好説」は、後段でとりあげるように、資産通貨と債権 debt の2資産の選択的關係において利子率の決定を説くもので、通貨・債権ともに残高（ストック）が問題となる⁽¹⁾。

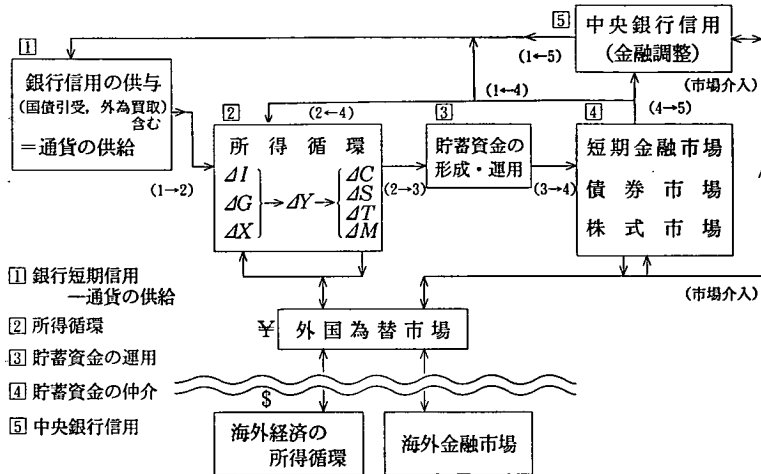
2. 図式論の整理

さて、古典的図式とケインズの図式とその金融経済観をみてきたが、いま経済成長の金融の観点から両図式を検討してみよう。

古典的図式では経済成長にともなう通貨の追加供給も、商業手形の割引を通じておこなわれる筋合にある。そこでは実物経済の適正成長がさきと与えられ、その基準に即して通貨量が銀行の短期信用によって供給される。ケインズの図式においては、銀行の短期信用は新投資活動の前貸金融としての役割をもち、これが投資を始発点とする所得の乗数的拡大に必要な流動性の供給増加となる。新投資の規模は資本の限界効率と利子率によって決定されるが、古典的図式の示唆するように、それが適正成長の規模に対応するものであるかは保証できない。その点、ケインズの図式のほうが現実的である。以下、私はケインズの視点から資金循環の基本図式を私なりに素描してみよう。

「資金循環の図式論」の拡充

図 1 開放体制下の資金循環図式



この基本図式は、銀行信用による通貨の供給に始まり、「投資乗数理論」を骨子とする所得循環を経て資本市場の領域に流入していくプロセスである。やや長きに過ぎるが、行論の必要上、その要旨を前著から引用（一部加筆）することにする⁽²⁾。

われわれの「資金循環の基本図式」は次の5領域ないし過程に分けることができる。

- (1) 銀行の短期信用の供与と預金通貨の供給
- (2) 「投資—所得—消費・貯蓄」の所得循環の過程
- (3) 貯蓄資金の運用，すなわち金融資産の形成
- (4) 貯蓄資金の再投資（仲介）
- (5) 金融機関相互間の取引および中央銀行の信用供与

資金循環は銀行の信用創造による預金通貨の供給にはじまる（第1過程）。預金通貨は銀行の企業への貸出によって企業の手持ち流動性となるが、それはやがて「産業的流通」の領域に投入される。こうして投資

活動がおこなわれ所得が形成され、その相当額が消費支出に充てられると残りは貯蓄となる（第2過程）。貯蓄資金は、銀行・その他金融機関・証券市場を含む「広義金融市場」に流入し、各種の金融資産が形成される（第3過程）。それらは貸出・証券投資など種々の信用形態に運用され（第4過程）、その一部は当初の銀行信用の返済に当てられる（投資金融の確定化）が、他の一部は再び産業的流通に投入される。その間、通貨は当初の預金通貨から一部は現金通貨に、あるいは定期性預金へと、流通局面に即して種々の形態をとる。この場合、さきの貯蓄資金が預金以外の資金形態をとり、銀行以外の金融機関や証券市場に流入していくとき、「広義金融市場」に占める銀行のシェアは低下する。このような資金循環の変動過程において、その最終的な尻として銀行の準備ポジションに増減が生ずる。これは短期金融市場の緩和・逼迫となってあらわれ、これら市場資金を調整するために中央銀行信用（オペレーション・日銀貸出）が増減することになる（第5過程）。この中央銀行信用による市場資金の調整は、最初の銀行の与信活動に影響を与える（第5過程→第1過程）。

以上が「資金循環の基本図式」の大筋である。実際には、こうした「基本図式」による資金の流れ（フロー）が数限りなく同時併行的に進行しており、現実の資金循環バランスは経済全体としての集計量である。資金循環勘定は一定期間におけるその金融バランスを簿記原理によって整合的に集計記録するものである。そして、これら資金の流れ（フロー）は、また金融資産・負債項目の残高の増減分であり、それらの蓄積が金融資産負債残高（ストック）である。

3. 図式論の拡充

これまでの「基本図式」は企業・家計・金融の3部門の封鎖体系モデル

「資金循環の図式論」の拡充

である。次に、これまで捨象してきた財政と対外取引を含む「拡充された図式」を考えてみよう。

(1) 国債発行

財政の作用が問題となるのは赤字財政の場合であり、国債の発行・流通の資金循環への影響についてである。財政の赤字は「基本図式」の第2過程の所得循環では経済に拡大的な作用をもつ。国債が銀行引受けによって発行されるときは銀行の政府への信用供与となり、「基本図式」では第1過程の銀行信用による預金通貨の供給の一形態となる。ところが、国債が機関投資家・個人消化によって発行されるときは、第3・4過程の「広義金融市場」における貯蓄資金の再投資となる。これは社債の発行・引受けと同じく「資本市場」の取引である。このことは、同じく国債の民間消化（民間貯蓄を見合いとする）といっても、銀行引受けは通貨供給の増加となるが、機関投資家・個人の消化は通貨供給に対して中立的であることを示すものである。いずれにせよ、国債発行にともなう資金の流れは、金融的流通の第1過程あるいは第3・4過程から、産業的流通の第2過程に及ぶが、こうした国債発行が年々続くと、その発行残高が増加し、流通市場が発達する。これはまた、第3・4過程の市場取引の増大となる。

(2) 経常収支の黒字・赤字

次に対外取引の決済は、経常取引・資本取引のいずれについても、銀行の外国為替の売買によっておこなわれ、国内では銀行の外国為替資産を見合いに預金通貨の供給量の増減となる。これは「図式論」では第1過程の銀行信用の供与に準ずる取引である。ただ、経常取引と資本取引は、この第1過程に続く国内の資金循環の過程において異なる。

経常収支の黒字の場合、銀行の外国為替の買取りによって供給される預

金通貨は第2過程の産業的流通に流入し、輸出品の生産・集荷などの取引決済にあてられる。ただ通常は、銀行は輸出業者に対し輸出品の生産・集荷資金として船積前の前貸融資をおこなっている。これはもちろん図式では第1過程である。この場合、船積後の輸出為替の円価代り金は前貸融資の返済に当てられる。これは第1過程内の取引である。したがって、船積前の前貸融資と船積後の外国為替の買取りのふたつの取引を合わせてみれば、銀行の輸出為替の買取りによって供給される通貨は、第2過程の輸出に始まる所得循環の流れを媒介することになる。

経常黒字は所得循環過程において民間投資・財政支出と並んで経済に対し拡大的に作用する。通貨供給量の増加は産業的流通の拡大—所得の増加過程に吸収され、そこで形成される貯蓄資金は第3過程の広義金融市場に流入する。以下の過程は上述の「基本図式」と同じである。

経常収支の赤字の場合は、対外決済のため銀行の外国為替資産は減少、それに応じて通貨供給量も減少する（第1過程）。また所得循環過程においては経常赤字分だけ国内所得の海外への漏出が生ずる（第2過程）。この場合、国内流動性の減少を補填するために、銀行の短期信用が増加するか、あるいは企業において手元流動性の取崩し（預金の引出）がおこなわれる。

(3) 資本収支の赤字・黒字

一方、資本取引には長期資本（直接投資・中長期貸付・証券投資など）、短期資本（企業の短期貿易信用・銀行の短期資金取引）など種々の形態があり、また資本取引には長短期ともに、わが国企業・銀行・機関投資家による海外への資本の貸付（対外投資）と、反対に海外からの資本の借入れ（外資流入）とがある。

ここでは長短資本取引全体の貸借差額（資本収支尻）についてみると、

「資金循環の図式論」の拡充

それが純貸付(赤字)のときは、第1過程において銀行の外国為替の売却と預金の減少が生じ、第3・4過程において海外への資金の純流出が生ずる。反対にそれが純借入(黒字)のときは、第1過程において銀行の外国為替の買取と預金の増加が生じ、これは第3・4過程における海外からの資金の純流入に対応し、第2過程の産業的流通に投入される。

経常収支と資本収支の関係については、(1)経常黒字と資本収支赤字、(2)経常赤字と資本収支黒字の組合せが一般的である。(1)は経常黒字が対外投資によって海外へリサイクルされるケースであり、(2)は反対に経常赤字が海外からの借入れによってファイナンスされるケースである。この場合、両ケースともに、一方の黒字が他方の赤字でカバーされ、総合収支あるいは最終収支の差額が均等しているとすれば、内外流動性ポジションは増減なしの中立的な動きとなる。「図式論」からみると、これはどのようなであろうか。

(1)のケースでは、第1過程の銀行の外国為替の買取り－通貨の供給増加は第2過程における輸出所得－貯蓄の増加につながり、第3・4過程において貯蓄増加が対外投資に充てられる。そして、対外投資による外国為替資産の減少に対応して第1過程において通貨量が減少する。つまり、経常黒字と資本純貸付が互いに見合って外国為替資産が増減し、国内の通貨供給量もこれに対応して増減する。したがって、経済全体としては内外流動性の動きは中立的であるが、国内貯蓄の増加に見合って対外資産残高が増加することとなる。

(2)のケースでは、第2過程における海外への所得漏出(マイナスの貯蓄)が第1過程における銀行の外国為替の売却－通貨の減少につながるが、外国為替資産の減少は第3・4過程における海外からの資金の借入によってカバーされる。これは再び第1過程における銀行の外国為替の買取り－通貨の供給増加となる。結局、経常赤字と資本純借入れによって外国為替資

産と国内通貨量の増減はそれぞれ相殺されるが、経常赤字相当の国内貯蓄の減少に対応して対外負債残高が増加する関係となる。

(4) 外国為替市場の取引

為替銀行と顧客の間の外国為替の売買取引は前述のように「基本図式」では第1過程である。ところが、「東京外国為替市場」とよばれる銀行間の為替の売買取引は第5過程であり、日本銀行の市場介入（ドルの買入れまたは売却）も第5過程に含まれる。日銀の市場に対するドル買介入（または売介入）によって外貨準備は増加（または減少）し、その円価代り金としてハイパワードマネーが日銀から供給（または吸収）される。これは金融市場の緩和（または逼迫）要因となる。

このように「基本図式」に財政・対外取引を組み入れた「拡充された図式」は若干複雑ではあるが、現実の金融経済により一歩アプローチしたものである。

4. 資金循環バランスの諸類型

翻って、戦後わが国経済は60年代の高度成長期、70年代後半の成長減速期、80年代後半の対外黒字不均衡・円高過程、そして最近90年代入りは平成不況と大きく変動してきた。これにともなって資金循環も著しく変容した。私は前著において「図式論」に従ってその特色的な動向の類型化を試みた⁽³⁾。ここでは「図式論」の一応用例としてその要旨を紹介しよう。

(1) 民間投資リード型高度成長下の資金循環

1950年代後半から60年代の15年間は企業の旺盛な設備投資を主因とする経済成長期であり、「ケインズ・シュンペーター」流の銀行の信用創造→投資先行型の資金循環が展開された。図式化すれば、「銀行貸出増→預金通

「資金循環の図式論」の拡充

貨増→企業投資増→所得形成増→個人貯蓄増→預金増・現金増（＝日銀信用増）」となる。

こうした高度成長下の資金循環の図式が成りたつ背景として、次の諸点をあげることができる。

- (1) 「技術革新」に基づく企業の投資意欲がきわめて旺盛であったこと。
- (2) 銀行は日銀信用のバックアップのもとに「信用創造」機能をフルに活用して、企業の強い借入需要に対して弾力的に貸し応じてきたこと（第1過程→第2過程）。その結果、銀行のオーバーローン、企業のオーバーボロウイングの状態が悪化したこと。
- (3) 個人の高い貯蓄率ともあいまって、巨額の個人貯蓄の大部分が銀行の定期預金に運用された。それは銀行の投資金融の「確定化」につながり、銀行を中心とする間接金融機構の確立に寄与したこと（第3・4過程）。

(2) 成長減速・国債大量発行下の資金循環

第1次石油危機克服後の70年代後半には、企業の設備投資は鎮静化し財政の赤字が増加した。いわゆる減速経済・国債時代の幕開けである。資金循環の始発点となる銀行の信用供与では対企業貸出は減勢した半面、国債引受けが増加し（第1過程）、産業的流通において企業投資と財政支出を起点として所得一貯蓄の増加となる（第2過程）。そして国債残高の増加とともに流通市場が発達し、国債の保有層は銀行から機関投資家などに拡大した。こうして国債は資金循環の全過程に吸収され（第3・4過程）、日本銀行の買オペレーションの対象となった（第5過程）。

(3) 経常黒字—資本輸出型の資金循環

80年代にはいり経常黒字が拡大し、預金通貨の供給は外国為替の買取り

によっておこなわれる割合が増加した（第1過程）。そして輸出増加を端緒とする所得循環の流れが拡大し、その過程において巨額の貯蓄が形成された（第2過程）。開放体制下ではこれらの国内貯蓄資金のみならず海外からの資金が「広義金融市場」に流入し（第3過程）、これらが国内・海外への貸出・証券投資に運用された（第4過程）。このためわが国の対外純資産残高は増大し、世界最大の債権国になり、円相場が上昇した。日本銀行の金融調整はこうした為替相場の動きに対しても配慮され、さらに外国為替市場への日銀の平衡介入もおこなわれた（第5過程）。

注

- (1) 『一般理論』は、通貨（訳では貨幣）と選択関係にたつ「債権」debtについて具体的な資産形態を表示していないが、債券を代表とする金融資産（株式を除く）を意味する。ケインズ〔1〕167頁（和訳165頁）参照。
- (2) 石田〔11〕120～121頁参照。
- (3) 石田〔11〕111～115頁および121～124頁参照。

IV 通貨の産業的流通と資金の金融的流通の交渉関係

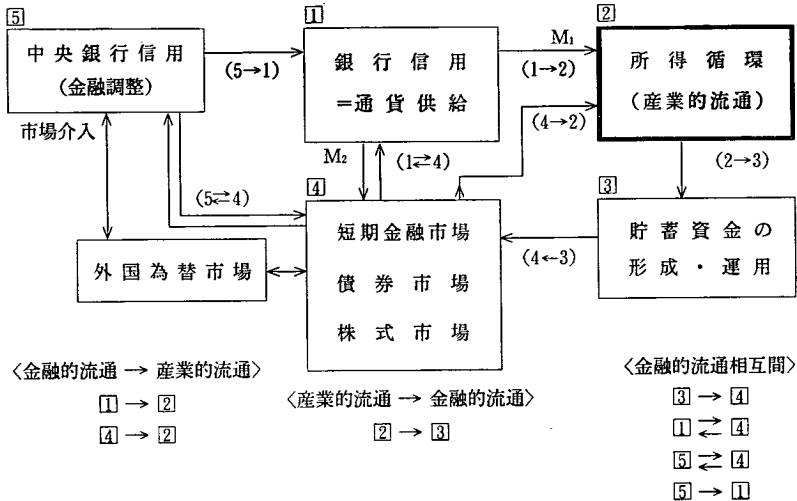
1. 資金循環の諸過程の相互関係

資金循環論の課題は、「資金の金融的流通の態様と作用」を、とくに「通貨の産業的流通との交渉関係」において解明する点にあると冒頭で述べた。

前述のように、通貨の産業的流通は基本図式の第2過程の所得循環の領域であり、資金の金融的流通は残り4過程——第1過程の銀行の与信活動、第3・4過程のオープン短期金融市場と資本市場（債券市場・株式市場・長期金融機関・機関投資家の行動も含む）、第5過程のインターバンク短期金融市場と中央銀行信用——にまたがっている。その意味で、上述の資金循環論の課題に応えるために、資金循環の全体図のなかでこれら5

「資金循環の図式論」の拡充

図 2 資金循環の図式——金融的流通と産業的流通の関係——



過程相互間の関係を検討することにしよう (図 2 参照)。

第 1 に、金融的流通から産業的流通への流れは、「第 1 過程→第 2 過程」と「第 4 過程→第 2 過程」の 2 ケースである。前者は銀行の信用創造による預金通貨の供給であり、資金循環の始発点である。後者は証券の流動化による不活動残高の活動化と、長期信用 (株式・社債発行) による新投資金融とがある。産業的流通への通貨の注入は、前者、つまり銀行の信用創造によるのが最も典型的なケースである。というのは、すでに「ケインズの図式」で述べたように、成長経済下の投資資金のファイナンスにおいて流動性不足の事態が生じ、銀行の信用創造によって取引通貨の供給増加をはかることが必要だからである。これに対して、いわゆる手元流動性の取崩しの一形態として証券保有高の一部を市場で売却して産業的流通に支出することも可能である。これは経済全体としてみれば、不活動残高の一部が活動残高にシフトすることを意味し、預金通貨の回転率の上昇となる。また新投資金融は、「古典的図式」でみたように社債・株式の発行、長期借

入金によって設備投資の資金を調達することである。しかし「ケインズの図式」によると、投資金融は第1過程の銀行信用によって前貸融資がおこなわれており、第4過程の長期信用はその確定化にあてられる。ただ、長期信用の全額が必ずしも前貸融資の確定化にむけられるわけではなく、その他の資金は追加投資にあてられ第2過程の産業的流通に注入される。

第2に、産業的流通から金融的流通への流れは「第2過程→第3過程」である。これは、第2過程の所得循環で形成される貯蓄資金 ($\Delta I \rightarrow \Delta Y \rightarrow \Delta S$) が「広義金融市場」において各種金融資産 (預金・信託・保険・債券・株式など) に運用される過程である。

第3に、金融的流通相互間における資金の流れには、「第3過程→第4過程」、「第4過程→第5過程」、「第5過程→第1過程」、「第4過程→第1過程」と、「第1過程→第3・4過程」の5ケースが含まれる。

「第3過程→第4過程」は長短金融市場に流入した貯蓄資金が配分・再投資される過程であり、「第3・4過程」は長短金融市場としてむしろ一体的にとらえるほうが好都合かもしれない。後述のように、「第3・4過程」には短期金融市場・債券市場・株式市場のほかに、これら市場の取引に関連する機関投資家などの金融機関の行動も含まれている。したがって、長短金融市場の取引はこの「第3・4過程」内の取引となる。

「第4過程→第5過程」の関係については、第5過程のインターバンク短期金融市場と中央銀行の金融調整の意味を考える要があろう。長短金融市場の動き、さらにそれまでの産業的流通 (第2過程) の動きを含めて、すべての資金の流れは銀行預金勘定の振替取引によって決済され、その最終収が個別銀行の準備ポジションの過不足となる。実際の景気変動過程において、経済全体として銀行信用の拡大、現金需要の増減、財政資金の対民間収支の動きから、個別銀行を超えて銀行組織全体の準備ポジションに過不足が生ずる。これは金融市場の緩和・逼迫となり、中央銀行信用によ

って最終的に調整される。これが第5過程の役割であり、中央銀行の金融調整の場でもある。中央銀行の金融調整はまた、次期の銀行の与信態度に影響を与えることになり、これが「第5過程→第1過程」の関係である。

このように中央銀行の金融調整あるいは中央銀行信用は、①バランス変数と②政策変数の二面的性格をもっているといえる。すなわち、①「バランス変数」の面とは、銀行の信用創造（第1過程）に始まる一連の資金循環の動きの最終尻を受動的に調整する側面である。また、②「政策変数」の面とは、中央銀行がその政策スタンス、とくに市場資金の調整と金利水準への関与を通じて銀行の与信態度に影響を与え、通貨供給量をコントロールする側面である。とくに、②中央銀行の積極的な金融調整のインパクトは、「第5過程→第1過程」を経て、第2過程以降の資金循環の全過程に波及しているとみることができよう。

次節でふれるが、ケインズ「流動性選好説」の利子率の決定において通貨供給量は「外生変数」として扱われている。しかし第1過程の銀行信用の供与—通貨の供給は、古典的図式では「取引の需要」にもとづく「内生変数」である。われわれの「図式論」でも「初めに銀行信用ありき」、すなわち第1過程は銀行信用から始まっており、これは銀行主義をうけつぐかたちである。しかし同時に、「第5過程→第1過程」において銀行信用の供与—通貨の供給は、——少くとも限界分については——上述のように短期市場金利の動きを通して金融政策の影響をうけ、通貨供給量は「政策変数」、すなわち「外生変数」としての性格をもっているとみることができよう⁽¹⁾。

また「第4過程→第1過程」は、長期信用（社債・株式発行）によって調達された資金が最初の銀行信用の返済に充てられるケースであり、前述の「ケインズの図式」における「投資金融の確定化」に相当する。この「投資金融の確定化」によって、銀行の預貸ポジションが中立的になり、

これによって銀行は新規の短期信用の供与（第1過程→第2過程）をおこなうことができる。

したがって、第1過程において銀行が不断に信用創造活動を営むには、次のような第5過程と第4過程における2条件が必要となる。すなわち、(1)銀行の与信活動のベースとなる準備ポジションが、中央銀行の金融調整によってインターバンク市場において調整されること（第5過程）、(2)銀行の既往の短期信用が貯蓄資金の不断の流入によって肩代わり（確定化）されること（第4過程）、これである。

最後の「第1過程→第3・4過程」は重要な論点を含み若干説明を要する。前述のように、銀行の短期信用の供与は「産業的流通」に必要な通貨を供給するのが典型的なケース（第1過程→第2過程）であるが、これ（第1過程→第3・4過程）は、銀行の信用創造による通貨が「長短金融市場」に直接流入するケースである。これについては、①ケインズの「予備的動機」、すなわち当面の支出の予定がなく資産総額の一定割合を通貨その他流動性で保有する場合、②ケインズのいう「金融的動機」、すなわち借り手企業が通貨を支出するまで当分の間短期金融市場に運用する場合、そして、③バブル期のマネーゲームにみられた銀行借入金によって株式投資をおこなう場合とがある。③のケースは後段で再びとりあげ、ここでは②のケースについての説明を補足しよう。

これは、ケインズ＝オーリン＝ロバートソン論争で生れた「金融的」(finance) 動機による通貨の保有の問題である⁽²⁾。投資支出に予定されている通貨が、支出に充てられるまでの間短期金融市場で運用され、流動性が短期市場資産のかたちで保有される場合である。これは「第1過程→第3・4過程」である。そして後日、投資支出が決定されると、その短期金融資産が流動化され産業的流通に支出される。これは前述の「第4過程→第2過程」である。しかし、前段の金融的動機の取引も含め一連の過程を

繋ぐと、「第1過程→第3・4過程→第2過程」となる。これは前述の「第1過程→第2過程」に比べると、流動性のクッションとして短期金融市場の作用（第3・4過程）が介在している。

このように通貨の産業的流通と資金の金融的流通の交渉関係は、「図式論」的にみてもきわめて錯綜しており、ときにはダイナミックな動きとなっていてあらわれる。というのは、4過程にまたがる資金の金融的流通の全領域のなかで、銀行信用と長短金融市場の作用が相互に結びつき、ダイナミックな力が加わって産業的流通の領域に繋がっているからである。

2. 現代金融システムの構成

資金の金融的流通の総過程は、その活動の場からみると、「金融システム」の問題となる。

現代の金融システムは次の4部門から成りたつ。すなわち、(1)通貨の供給機能を営む「銀行組織」であり、これは中央銀行と市中銀行を含む。(2)短期資金の需給調整の場であり、短期金利の決定の場となる「短期金融市場」、(3)長期資金の需給調整の場であり、長期金利（債券利回り）の決定の場となる「債券市場」、(4)株式の需給調整の場であり、株価決定の場となる「株式市場」、これである。

「図式論」の諸過程との関係については、(1)銀行組織は第1過程（銀行信用）と第5過程（中央銀行信用）にまたがる。(2)短期金融市場は第3・4過程のオープン市場と第5過程のインターバンク市場にまたがるが、インターバンク市場は中央銀行の金融調整の場であり、機能的には第1過程の銀行組織の与信活動と結びつけてみることもできる。(3)債券市場と(4)株式市場は資本市場（証券市場）として一括できるが、ともに第3・4過程に位置づけられる。したがって、「第3・4過程」は、オープンの短期金融市場と資本市場（証券市場）を含む広範な市場機構、さらに長期金融機関・

機関投資家など銀行を除く金融機関の行動も含んでいる。短期金融市場と債券市場ないし株式市場の相互間の資金の移動は、金融システム全体の市場効率化のために重要な金融取引である。これはすべてこの「第3・4過程」内の取引となる。この点、第3・4過程は短期金融市場・債券市場・株式市場にそれぞれ区分することが望ましいかもしれないが、半面、「図式」全体が複雑になる惧れがある。

その点はともかく、金融政策の効果は金融的流通から産業的流通に波及していくが、その波及のプロセスについては、次のふたつの経路がある。第1は、政策のインパクトがインターバンク短期金融市場（第5過程）を通じて銀行の与信活動（第1過程）に及び、通貨供給の相当部分が産業的流通にあてられる取引通貨の供給の過程（第1過程→第2過程）である。第2は、その通貨供給の影響が長短金融市場に波及し（第1過程→第3・4過程）、長短金利の動きを通じて産業的流通、実体経済活動に及ぶ（第3・4過程→第2過程）金利の変動効果である。

こうして資金の金融的流通の4過程は、通貨供給の機能を担う、中央銀行・市中銀行を含む「銀行組織」（第1・第5過程）と、資金の仲介機能と長短金利・株価の決定の機能を担う「長短金融市場」（第3・4過程）に分けることができる。「銀行組織」と「長短金融市場」は「金融システム」を動かす両軸である。資金の金融的流通のダイナミックな作用は、この「金融システム」の両軸を中心に、通貨の産業的流通との交渉関係のなかで展開されることになる⁽³⁾。

注

- (1) 小寺武四郎〔10〕「base money を政策的に操作する可能性がある限り、ケインズの流動性選好理論の存立基盤は崩壊しないと考えられる。」（143～144頁）。石田〔18〕177～178頁参照。
- (2) ケインズ〔2〕, The ex ante theory of the rate of interest, from the Economic Journal, December 1937, pp. 215～223. とくに 216 頁脚注を引

「資金循環の図式論」の拡充

用。

In what follows I use the term 'finance' to mean the credit required in the interval between planning and execution (of investments).

E. g. when a new railway is undertaken, it is not usual to borrow the whole of what it will cost before the first sod is cut.

- (3) 本稿ではふれる余裕はなかったが、ヒックスはイギリス型金融システムは core と mantle から成り——両者の境界をどこに引くか 意見が分かれるが——, core は銀行組織, mantle は資本市場といえる。ヒックス [3] 75 頁。訳95頁参照。

V 流動性選好説の「図式論」的解釈

1. 流動性選好説 VS 貸付資金説

われわれはいよいよ「図式論」の立場からケインズ流動性選好説の問題にはいろう。議論の出発点として、利子率決定の貸付資金説と流動性選好説の対立点について教科書的ではあるがふれておこう。

ケインズによれば、所得の処分については二段階の配分・選択を経る。第1は消費と貯蓄の配分（図式論では第2過程）、第2は債権と流動性保有の選択（第3過程）である。貸付資金説では第1の所得配分関係が利子率の決定に影響するのに対して、流動性選好説では第2の貯蓄の運用選択が利子率の決定の場となる。

貸付資金説においては、利子率は貸付資金の需給（投資と貯蓄）によって決定される。これは「図式論」では「第3・4過程」の動きであるが、貸付資金の需給要因となる投資と貯蓄は前段階の「第2過程」の生産・所得活動における動きである。この点、貸付資金説では第2過程と第3・4過程が一体的である。すなわち、第2段階における投資と貯蓄の均衡は、第3・4過程で決定される利子率の動きを媒介として達成される。あるいは利子率の変動は、所得の貯蓄と消費への配分、すなわち貯蓄率の動きに

影響すると同時に、投資の収益率との関係で投資活動にも影響を及ぼすのである。なお、新貸付資金説においては、利子率の決定要因として投資と貯蓄のほかに通貨の造出 ΔM と保蔵 ΔL が資金の需給要因としてそれぞれ加えられる。これは第1過程の銀行の信用創造の作用が第3・4過程の金融市場に波及し、利子率の決定にながしかの影響を及ぼすことを考慮したものである。しかし、新貸付資金説においても利子率決定の主要な要因はあくまでも投資・貯蓄の実物経済的側面にあり、金融要因は副次的な因子にすぎない。

これに対して流動性選好説によれば、発達した長短金融市場、とくに債券市場において、債券投資か流動性の保有かの選択にあたって「利子率は特定期間流動性を手放すことに対する報酬」⁽¹⁾である。公衆が債券投資をするのは、今後債券価格の上昇（利子率の低下）を予想しキャピタル・ゲインの取得を期待するからである。反対に、債券投資を差し控え流動性の保有を選択するのは、債券価格の値下り（利子率の上昇）からキャピタルロスの発生を懸念するからである。つまり、利子率は債券投資をおこなうために手放す流動性の対価であり、通貨量とくに資産通貨 M_2 と市場関係者の流動性選好 L_2 によって決定される。利子率の決定は債券市場、すなわち「図式論」の第3・4過程内の取引であり、第2過程の実物経済の動きから離れた純然たる「貨幣的現象」である。

いまひとつ重要な相違点として、「貸付資金説」の投資・貯蓄また通貨の造出・保蔵はいずれも流れ（フロー）の変数であるのに対して、「流動性選好説」における通貨と債券はいずれも残高（ストック）の変数であることがあげられる。

流動性選好説において通貨供給量は外生変数であり、中央銀行の政策態度によって決定される。流動性選好説は外生変数である通貨の残高（ストック）、あるいは残高の変化（フロー）に注目するが、通貨供給の増加が

いかなる要因——例えば銀行の信用創造、国債引受け、あるいは外国為替の買取——によるかということには直接関係はない。ただ、これら通貨供給の増加要因の動きがその時の経済情勢の推移、あるいは金融政策のスタンスに関連して、市場筋の流動性選好の動きに影響を及ぼすときには、それは流動性選好の変化を通じて利子率の動きに影響を与えるであろう⁽²⁾。

ところで、流動性選好説において流動性または通貨の保有という場合、その通貨（money 邦訳では貨幣）とは具体的にはなにをさすか。ケインズの前著『貨幣論』の所説からいえば、通貨は流通現金と銀行預金であり、現行統計のマネーサプライ（例えば $M_2 + CD$ 、あるいは $M_3 + CD$ ）に相当するといってよい。しかしケインズは通貨と債権 debt の境界をどこに引くかについて必ずしも厳密な基準を示しているのではなく、「時にはたとえば大蔵省証券のような資産を含めてもよい」とも述べている⁽³⁾。ケインズは通貨と短期市場資産の区分解釈について余裕を残している。

現在の金融システムのもとでは不活動残高あるいは資産通貨（ケインズの M_2 ）の相当部分は短期金融市場において運用されているとみられる。したがって、ケインズ体系における債券投資と流動性保有の選択は、実際には、長期債市場への資金運用か短期金融市場へのそれかという形態をとることもあろう。この場合、短期金融市場資産への運用は債券投資の一形態ではなく、流動性の保有の一形態とみるべきである⁽⁴⁾。

2. 短期金融市場 VS 債券市場

流動性選好説は上述のように債券投資と流動性の保有の選択過程において利子率の決定を説いており、その利子率は長期利率（債券利回り）を意味する⁽⁵⁾。ケインズによれば、「利子率は異なった期間について、すなわち異なった満期の債権について成立しているさまざまな利子率の複合体」⁽⁶⁾として単一の利子率で示される。あるいは、利子率は「満期の異なる債権

に対する利子率のひとつの確定的な複合体」⁽⁷⁾である。ケインズは市場に成立する種々の利回りの平均利回りないし代表銘柄の利回りをさしていたものと思われる。

ケインズが『一般理論』において長期利率と短期利率の区分にふれているのは、第15章で中央銀行の公開市場操作の対象証券としての長期債と短期債の影響について差異のあることを論じている個所だけである⁽⁸⁾。ケインズが『一般理論』において長期利率と短期利率の区分についてあえて言及しなかったのは、おそらく理論の簡潔化のためであると思われるが、ここでは長期利率と短期利率は明確に区分し、「流動性選好説」の利子率は長期利率であることを確認することが重要であろう。

このように長期利率は債券利回りで代表されるが、短期利率はコールレートで代表され、短期金融市場における日々の短期資金の需給によって決定される。故鬼頭仁三郎教授によれば、長期利率（債券利回り）は「流動性の喪失に対する代償」あるいは「資産の流動価値減少の危険に対する補償」であるのに対して、短期利率は「不完全流動性(near money 筆者注)を完全流動性 (money 筆者注) に換えることの代償」である⁽⁹⁾。

長期利率は市場関係者の予想の要因、すなわち「流動性選好」の度合の変化によって大きく影響される。それでは長期利率の決定に重要な要因である「流動性選好」に影響を及ぼす要因はなにか。鬼頭教授によれば、「政治上・社会上の変化は、なにひとつとして経済に影響を与えないものではなく、程度の差こそあれ、経済者の予想の修正あるいは改変を促すであろう。」⁽¹⁰⁾それらを経済的要因に還元し「流動性選好」に影響を及ぼす主要な要因としてみると、資本の限界効率の変化、予想インフレ率、金融財政政策の推移、短期利率の変化をあげることができる⁽¹¹⁾。さらに開放体制下では海外の長短期利率の動き、為替相場の推移も加えなければならない。

これに対して短期利率の動きは長期利率の今後の予想を決める要因のひ

「資金循環の図式論」の拡充

とつであるが、短期利率自体の変動は、おもに市場資金の需給関係の数量説的なメカニズムによる。というのは、短期金融市場の繁閑は、経済実体面の動きを反映するとともに、金融当局の政策態度の影響を敏感に受けるからである。

このように短期利率の支配する短期金融市場と長期利率の支配する債券市場とは、理論上はもとより実際上も明確に区別されるべきであろう。しかし実際には、市場関係者の投機と裁定の行為によって、一方で短期資金が長期化され、他方で長期資金が短期化されて、長短金融市場間の資金の交流はきわめて活発である。その間、長短期利率はときには格差縮小の方向に動くこともあるが、反対に格差拡大の方向に変動することもある。両利率間の格差はもちろん一定ではないであろう⁽¹²⁾。

3. 債券市場 VS 株式市場

『一般理論』においては、株式投資の問題は直接とりあげられていないが⁽¹³⁾、われわれはケインズ体系を拡充し第3の選択関係として、債券価格と株式価格の動きから債券投資と株式投資の選択の問題をみることができよう⁽¹⁴⁾。

まず債券と株式の価格形成の場である両市場それぞれの背後にある要因は大きく異なる。債券価格（長期利率）の決定には前述のように市場参加者の「流動性選好」の度合いが重要な要因となるが、株式価格は市場参加者の企業収益に対する予想に基づいて形成される。いずれも将来の予想にかかわるが、株価は企業・市場参加者がいまだ「景況感」、すなわち先行き景気動向の見通しの影響をうける。その意味で、株価は景気の先行指標といわれる。ケインズの「資本の限界効率」は、資本資産の存続期間を通じて得られると期待される予想収益の現在価値をその供給価格に等しくさせる割引率である⁽¹⁵⁾。概括的にいえば、資本の限界効率は株価の動きに近似

的に表示される⁽¹⁶⁾。

さて資産選択の関係については、ケインズの2資産モデル、すなわち流動性（通貨）と債券の選択だけにとどまらず、実際には流動性は株式との間でも選択がおこなわれている。しかしケインズによれば、流動性の保有と直接択一関係にあるのは債券投資であって、株式投資ないし実物投資ではない。

例えば株式価格が今後上昇しキャピタル・ゲインの取得が予想されると、投資家は銀行預金を引き出して、債券投資より有利と思われる株式の買入れにむかうであろう。反対に、株価の低下が予想されると、株式は売却されるか、あるいは株式投資は手控えられる。その場合、株式売却代金は銀行預金にあてられ、つまり流動性の保有が選ばれるかもしれないが、それはひとつの選択ケースにすぎない。その場合、同時に、もし債券価格の低下が市場一般の予想よりも小幅であると、投資家が確信するならば、かれは株式売却代金を銀行預金で保有するよりも債券の買入れを選ぶであろう⁽¹⁷⁾。

このように株式投資がつねに流動性選好との対比でおこなわれる理由はなく、そのまえに株式投資は債券投資と選択される関係にある。今後の金融情勢の予想は、流動性選好の度合を通じて債券利回り、すなわち長期利率の動きにあらわれ、これが予想収益ないし景況感に基づいて形成される株価と比較される関係にあるからである。

4. 資金循環のフローとストック再論

以上、われわれは「図式論」の観点から「流動性選好説」と長短金融市場の問題をみてきた。そこでは資金循環のフロー面と、あるいはそれ以上に、そのベースとなるストック面を重視してきた。流動性選好説の制度的背景として、近年とくに80年代にはいって金融資産残高の蓄積増加、長短

「資金循環の図式論」の拡充

金融市場の急速な発達に伴って、資金の金融的流通が量的に拡大し内容的に高度化してきたことがあげられる。とくに「基本図式」の第3・4過程における金融的流通のダイナミックな動きは、発達した長短金融市場において市場参加者の資産選択の行動に基づく金融資産ストックにかかわる動きであり、その残高の増減が資金循環のフローとしてあらわれるからである。拙稿において利子率決定の理論として流動性選好説をとってきた事由はそこにあったのである。

さて投資活動は資本の限界効率と長期利率の関係によって決定される。資本の限界効率は前述のように資本設備の稼働から予想される収益を基礎とするが、長期利率は債券市場における今後の予想による「流動性選好」の度合によって決定される。いずれも予想による動きであるが、資本の限界効率が実体経済面の動きに対する予想であるのに対して、長期利率は金融情勢についての予測である。通貨は取引の決済手段と価値の貯蔵手段の二面の機能をもっているが、ここで「流動性選好」は通貨の価値貯蔵機能についての心理的な行動であり、しかもその残高（ストック）にかかわる問題である。

ケインズは「貨幣の重要性は本質的にそれが現在と将来を結ぶ連鎖であることから生ずる」と述べている⁽¹⁸⁾。ここで貨幣（本稿では通貨というタームを用いてきた）は、価値貯蔵手段としての通貨の働きをさす。すなわち、ひとびとの将来の予想によって「流動性選好」の度合が影響を受け、それが「長期利子率」の動きとなる。それが、もうひとつ今後の景気動向の予想である「資本の限界効率」との関係から、現在の投資活動、したがって経済活動の水準を決定する関係となる。

われわれは資金循環の「図式論」の立場から長短金融市場を位置づけ、ケインズ「流動性選好説」によってそのメカニズムの解明を試みてきた。長短金融市場において金融資産の蓄積ストックと資金の流れフローが相互

に交錯し、その過程で長短期利子率・株価が決定され、資金の金融的流通と通貨の産業的流通の交渉関係がみられる。こうした資金循環の全過程において経済の実体面と金融面の動きが相互に関連し、現代経済のダイナミックな営みが全体として進められているのである。

(付記) 原正彦教授著『ケインズ経済学の再構築——リアルとマネーの統合——』について

本稿脱稿後、原正彦教授の近著『ケインズ経済学の再構築』に接した。同書は、ケインズ『一般理論』第17章「利子と貨幣の基本的性質」における自己利子率理論の検討を通じて、「流動性選好説(2資産モデル)」を修正し、きわめて ambitious な「流動性選好説5資産モデル」を展開しておられる。5資産とは、①貨幣(M)、②短期債券(Bs)、③長期債券(BL)、④株式(E)、⑤実物資本資産(K)であり、これら5資産の収益率は、各市場相互間における調整メカニズムを通じて均衡化し、すべての金融資産および実物資本資産の貨幣利子の自己率が等しくなる⁽¹⁹⁾。

この「5資産モデル」理論の展開が著者の主張点のひとつと思われる。同書はポスト・ケインジアン⁽²⁰⁾の立場から新しい金融理論を試みられた点できわめて示唆的であり、stimulatingである。ケインズ原典の流動性選好説の解釈と修正のアプローチにおいて、同書と、ケインズ-鬼頭説にたつ拙論との間には若干の相違点がなくはないが、その点はさておき、金融経済の基本問題——金融資産のストックとフローの関連、経済の実体面と金融面(リアルとマネー)の統合——に対する著者の強烈な問題意識と手固い論理の展開には強い共感を覚えるものである。

注

(1) ケインズ〔1〕167頁。訳165頁。

(2) ケインズ〔1〕によれば、利子率は通貨数量と流動性選好に依存する。鬼頭教授〔8〕は、「長期利率の変化は保蔵性向(流動性選好の度合—筆者注)

「資金循環の図式論」の拡充

なるただひとつの要因においてとらえられねばならない」(366頁)として、ケインズ説を批判された。「通貨数量が変化すれば、保蔵性向(流動性選好)は必然的に変化する」からである。

- (3) ケインズ〔1〕167頁。訳165頁。
- (4) 鬼頭〔8〕391～392頁。
- (5) 鬼頭〔8〕とくに、第3章「貨幣的現象としての利子」を参照。ヒックス〔3〕77頁。訳97～98頁。
- (6) ケインズ〔1〕167頁。訳165頁。
- (7) ケインズ〔1〕205頁。訳202頁。
- (8) ケインズ〔1〕205～207頁。訳203～204頁。
- (9) 鬼頭〔8〕313頁。
- (10) 鬼頭〔8〕411頁。
- (11) 鬼頭〔8〕411～412頁。
- (12) 鬼頭〔8〕409～412頁。
- (13) 鬼頭〔8〕184～185頁(注14)参照。
- (14) 鬼頭〔8〕497頁。
- (15) ケインズ〔1〕135頁。訳133頁。
- (16) ケインズ〔1〕151頁。訳149頁(注1)参照。
- (17) ケインズ〔1〕170頁。訳168頁(注1)参照。鬼頭〔8〕220頁。
- (18) ケインズ〔1〕293頁。訳293頁。
- (19) 原〔19〕115～126頁。

VI 1986～93年：資金循環の拡大と縮小

——バブル発生と崩壊のケース・スタディ——

最後に、資金循環の「図式論」と金融システム論の演習問題として、1980年代後半以降におけるわが国資金循環の拡大と縮小(いわゆるバブルの発生・崩壊)過程の態様とメカニズムについて簡潔に述べよう⁽¹⁾。

1. その統計的観察

考察の対象期間1986～93年の8年間において、85年9月「プラザ合意」

表 1 国内経済部門の資金調達・運用

(単位：兆円)

	83～85(A)	86～89(B)	90～93(C)	差(B-A)	差(C-B)
<資金調達>					
企業	101.0	203.3	149.5	102.3	-53.8
個人	41.2	91.9	52.6	50.7	-39.3
公共	90.8	46.1	61.6	-44.7	15.5
合計	233.0	341.3	263.7	108.3	-77.6
民間金融借入金	112.7	199.5	120.0	86.8	-79.3
公的金融借入金	40.4	39.7	68.1	-0.7	28.4
企業株式会社債	16.3	48.8	30.2	32.5	-18.6
国債その他公共債*	65.5	30.5	41.3	-35.0	10.8
<資金運用>					
企業	69.0	147.7	26.1	78.7	-121.6
個人	165.0	245.1	233.1	80.1	-12.0
公共	23.2	33.2	48.2	10.0	15.0
合計	257.2	426.1	307.4	168.9	-118.7
民間金融定期性預金	69.8	142.8	53.5	73.0	-89.3
郵便貯金	32.6	31.5	48.0	-1.1	16.5

(資料) 日本銀行調査統計局「資金循環勘定」

* 国債・その他公共債発行には政府短期証券を含まない。

以降の円高下の金融政策は緩和—引締め—緩和と大きく二転，三転し，景気局面は拡大—後退—その長期化と推移してきた。そのなかで資金循環は拡大から縮小へと実にドラマティックに変動した。こうした動きについて資金の流れ（フロー）と金融資産残高（ストック）の両面の計数をみてみよう。

まず表1は，国内経済部門の資金の調達・運用額の動きをまとめたもので，同表によると，86～89年の景気拡大期は調達・運用額がともに大幅に拡大し（対82～85年の46～66%増），つづく90～93年の景気調整期にはそれらが大きく反動減（対86～89年の22～28%減）している。

「資金循環の図式論」の拡充

表 2 国内経済部門の資金調達・運用残高

(単位：兆円)

	85 年 末		89 年 末		93 年 末	
<資金調達残高>						
企 業	358.7	112.0	597.3	150.7	756.0	161.3
個 人	147.3	46.0	245.0	61.8	297.6	63.9
公 共	275.0	85.8	295.2	74.5	356.4	76.0
合 計	781.0	243.7	1,137.5	287.1	1,410.0	300.8
民間金融借入金	389.1	121.4	594.8	150.1	715.1	152.5
公的金融借入金	141.4	44.1	181.5	45.8	249.7	53.5
事業債・外債	25.8	8.1	60.1	15.2	81.5	17.4
株 式	23.6	7.4	60.0	15.2	67.1	14.3
国 債	135.2	42.2	160.2	40.4	187.3	40.0
<資金運用残高>						
企 業	252.5	78.8	481.1	121.4	388.8	82.9
個 人	571.8	178.5	893.4	225.5	1,075.2	229.4
公 共	76.7	23.9	120.4	30.4	168.6	36.0
合 計	901.0	281.2	1,495.0	377.3	1,632.6	348.3
広義流動性(L)	562.4	175.5	814.8	205.7	973.6	207.7
(M ₂ +CD)	(295.2)	(92.1)	(432.7)	(109.2)	(503.6)	(107.4)
株 式	113.5	35.4	312.4	78.8	171.0	36.4
そ の 他	225.1	70.3	367.8	92.8	488.0	104.1
(参考) G D P	320.4	100.0	396.2	100.0	468.8	100.0

(資料)図表1と同じ。

部門別には企業・個人の両民間部門がともに資金調達・運用の両面において景気拡大期には両建ての形で増加し、景気調整期には逆に両建的に減少した。しかし、公共部門は違った動きを示し、調達額は拡大期に反対に減少、調整期には増加した。すなわち、民間部門の資金調達・運用額がともに金融・景気局面に応じて pro-cyclical な動きを示しているのに対して、公共部門の動きは anti-cyclical である。

項目別には資金調達面では民間金融機関からの借入金と株式・社債発

行、資金運用面では民間金融定期預金が、それぞれ景気拡大期に増大、調整期に減少しており、最も典型的な pro-cyclical な動きを示した。これに対して、資金調達面では国債その他公共債の発行、公的金融機関からの借入金、運用面では郵便貯金がいずれも景気拡大期に減少（3項目によって程度の差はあるが）、調整期には増加している。

つぎに表2は、85年末・89年末・93年末3時点における国内経済部門の資金調達・運用残高の推移を示したものである。各時点残高の対GDP比率をみると、資金調達残高の比率は85年末244%、89年末287%（対85年比+43%ポイント）、93年末301%（対89年比+14%ポイント）であり、資金運用残高の比率はそれぞれ281%、377%（+96%ポイント）、348%（-29%ポイント）となる。

項目別には景気拡大期の調達面では民間金融借入金（121%→150%）と株式発行（7%→15%）、運用面では広義流動性L（175→206%）、うち M_2+CD （92%→109%）、株式保有（35%→79%）が増大した。景気調整期の調達面で目立って増加したのは公的金融借入金（46%→53%）のみであり、運用面では広義流動性Lは保合（206%→208%）、うち M_2+CD は微減（109%→107%）、株式保有は大きく半減（79%→36%）した。とくに注目されるのは、株式保有残高比率が景気拡大期に大幅に上昇（35%→79%）、調整期には反対に大幅に低下（79%→36%）したことである。これは、もちろんこの間における株価の騰落を示すものである。大胆な推計によれば、拡大期における非金融部門保有の株式評価益は対GDP比で+42%、調整期における株式評価損は-32%であり、この評価損は拡大期の評価益の9割に相当するものとみられる⁽²⁾。

このように86～93年の景気拡大期には資金循環は大きく拡大し、90～93年の景気調整期にはそれが縮小したことを統計的にみてきた。そのなかでも、86～89年の景気拡大期には民間金融機関、とくに銀行貸出の増加と株

「資金循環の図式論」の拡充

式市場の拡大が併行して進み、株価が騰貴した。そして90～93年の景気調整期にはそれとは反対に、銀行貸出は伸び悩み株式市場は低迷を続け、株価が暴落した。こうした銀行貸出と株式市場のドラマティックな動きが、資金循環全体の規模の大幅な変動をもたらす主役としての作用を果たしたのである。

2. 図式論の視点と金融システム論

さて「図式論」とケインズの金融システム論の立場から、資金循環の拡大と縮小のメカニズムについてとらえてみよう。

われわれの「図式論」によれば、第1過程の銀行の信用創造によって供給される通貨は、典型的には第2過程の産業的流通に投入される。しかし86～89年にはその相当の額がいわゆる「財テク」目当てに第3・4過程の「証券市場」に流入し、金融的流通にむけられたものとみられる。

この間のプロセスを若干敷衍すると、85年9月「プラザ合意」以降の円高一金融緩和のもとで、公定歩合は相次いで引き下げられ、年利2.5%の低水準が87年2月から89年5月まで2年3か月にわたって続けられてきた。これに伴って短期金利が低下し銀行貸出は増大した。銀行の信用創造によって新しく供給された通貨は、景気拡大につれて取引決済の増加に吸収されたが（ケインズの M_1 の増加）、同時に、多額の創出通貨が大量の貯蓄資金とともに証券市場に流入した（ケインズの M_2 の増加）。この間、市場関係者の金利先安観が強まり「流動性選好」（ L_2 ）が低下、債券利回り（長期金利）の低下となった。

さらに市場関係者の「景況感」（ケインズ「資本の限界効率」の概念に近い）の高まりとともに株価は大幅に上昇した。株価の上昇は日本経済のパフォーマンスの好転（高景気・高収益）を反映するものであるが、同時に、こうした金融緩和一金利低下一流動性増大により市場の「強気感」が

一段と高まった面も大きい。こうして円高基調のもとで金融緩和—低金利の状態、いわゆる「トリプル高」現象が発生した。

しかも、こうした情勢が今後も続くと思われるかぎり、銀行貸出の増大と株価・地価の上昇が相互に作用しつつ、資金の金融的流通、すなわち資金循環全体の規模が限りなく拡大した。その資金循環の拡大テンポは実体経済のそれを著しく上回った。こうしたマネー・エコノミーの肥大化は資産価格の上昇によるところが大きく、それがいわゆる「バブル」の発生であり、「資産インフレ」の実態である。「バブルの発生」は、企業・市場の強気筋が支配的となり、これが金融緩和・景気拡大の持続によって一段と加速化され、資産価格の騰貴をもたらしたのである。ここで強気の心理的要因とは、経済学の用語でいえば、ケインズの「流動性選好」の低下（金利先安観）、「資本の限界効率」の上昇（強気の景況感）である。

ところが、89年にはいり為替相場は円安化に動揺、国内物価も強含みに反転したため、5月以降公定歩合は段階的に引き上げられ、金融緩和に終止符がうたれた。90年8月、公定歩合は年利6.0%に引き上げられた。短期金利が急速に上昇、「流動性選好」は高まり債券利回りも上昇（債券価格は下落）した。貸出金利も上昇し、銀行貸出の増勢はやや時期は遅れてであるがしだいに鈍化し、通貨供給量の増加率も徐々に低下した。そして金融の逼迫化につれて企業の設備投資はしだいに抑制され、景気は調整局面に入った。企業の「景況感」は悪化し、それまで騰勢を続けた株価・地価も下落に転じた。その結果、さきの円高一金融緩和局面でみられた「トリプル高」現象とはまったく正反対の「円安・債券価格安・株価安」の「トリプル安」現象が発生した。この「トリプル安」を通じて、資金循環のこれまでの拡大テンポに大きなブレーキがかけられることになった。

91年後半以降、金融引締め態勢が解除され、緩和政策が段階的に進めら

「資金循環の図式論」の拡充

れた。公定歩合は93年9月、年利1.75%の超低水準に引き下げられた。金融緩和は、為替相場が円高方向に動き、景気後退が深刻化・長期化してきたことに対処して採られたものである。

公定歩合の引下げとともに短期金利は低下し、市場筋の「流動性選好」は低下、債券利回りも低下した。また貸出金利も低下したが、銀行貸出は伸び悩みを続けた。そして景気後退の長期化を背景に企業の「景況感」、つまり「資本の限界効率」は好転せず、地価・株価は下落・低迷を続けた。バブル時代の「資産インフレ」は「資産デフレ」現象となったのである。

この金融緩和下にもかかわらず銀行貸出の伸び悩みが続いている。その背景には次のように資金の需給両面の事情があげられる。

企業の借入需要面では、景気後退により取引通貨需要（ケインズの L_1 ）が減勢となり、またバブル期に盛行をみた資産市場（土地・株式）取引が資産価格の下落により急減したこと、さらにバブル期に膨張した資金の調達・運用の両建て取引が企業財務のリストラによって整理され急減したことである。

銀行の資金供給面では、前回の金融緩和期に貸し進んだ貸出残高のなかに地価・株価の下落により多額の不良債権が発生し、そのため銀行の貸出態度が慎重になり、いわゆる貸し渋り現象がみられるようになったことである。

ところで、このような銀行貸出の伸び悩みは、「図式論」的にいえば、第1過程の銀行の信用創造—通貨供給の機能の低下を意味する。91年後半金融緩和に転じてからも、企業の「預金—借入金」の両建て取引の整理・解消が積極的に進められた。これは第1過程の銀行の与信活動がマイナスに、つまり信用創造でなく信用の消滅に作用したことを意味する。そのため86～89年の状況とは様変わりとなり、通貨の伸びは低迷を続ける実体経

済のそれをさらに下回った。通貨供給の不足は、企業の手持ち流動性の取崩し、すなわち預金残高の引出しか、あるいは流動資産の売却によってカバーされる。これは不活動残高の活動化、あるいは同じことであるが、通貨の回転率の上昇をもたらすことになる。金融緩和下において通貨の回転率の上昇は、過去の経験からみれば異常というはかない。その点はともかく、これは「図式論」でいえば、第3・4過程の金融的流通の資金が第2過程の産業的流通に注入される関係を示すものであろう。

また株式市場が長期低迷の状況にあるときは、一般に株式取引は売り越しであり、株式売却資金の大半は短期金融市場か債券市場に運用されるであろう。あるいは企業金融が逼迫したときには、株式売却資金が「産業的流通」に支出されることもありえよう。前者の場合、資金の流れは株式市場から短期金融市場ないし債券市場への動きとなり、「図式論」でいえば、「第3・4過程」内の「金融的流通」の領域にとどまる。後者の場合は上述のように、資金は第3・4過程から第2過程の「産業的流通」に注入される。もちろん、これも通貨の回転率が上昇するひとつのケースである。

このように金融緩和下にもかかわらず、景気調整が長期化し、銀行貸出—通貨供給の伸び悩みと株式市場の長期低迷が続き、両者が相互にマイナス方向に作用し、資金循環全体の規模の縮小をもたらしたといえる。これは、「図式論」的にみても、また「金融システム」のメカニズムにおいても、前述の86～89年の景気拡大期において銀行貸出の伸長と株式市場の活況を両軸に資金循環が過度に拡大したことの反動でもあるといえる。

注

- (1) 石田〔11〕第6章〔21〕参照。
- (2) 株式の評価増減の的確な推計は難しいが、国内経済部門の株式保有残高(表2)について次のようにひとつの推計を試みた。

「資金循環の図式論」の拡充

	85年末	89年末 (85/89増減)	93年末(90/93増減)
保有残高	113.5	312.4 (+198.8)	171.0 (-141.4)
発行残高	23.6	60.0 (+ 36.4)	67.1 (+ 7.1)
差引	89.9	252.4 (+162.5)(a)	103.9 (-148.5)(b)
対GNP比(%)		<+41.7%>	<-31.7%>

(b)÷(a)=91.4%

参 考 文 献

- [1] Keynes, J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936, Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol VII, Macmillan 1993.
塩野谷裕一訳『雇用、利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社 1983年
- [2] _____, The General Theory and After Part II, Deffence and Development, Collected Writings, Vol XIV.
- [3] Hicks, J.R. Economic Perspectives, Further Essays on Money and Growth, Oxford Univ. Press, 1977.
貝塚啓明訳『経済学の思考法—貨幣と成長についての再論』岩波書店 1985年。
- [4] 日本銀行調査統計局「資金循環勘定」,『経済統計月報』,『経済統計年報』に掲載。
- [5] _____, 「平成5年の資金循環」,『日本銀行月報』1994年7月号に掲載。
- [6] 山口 茂『流通経済の貨幣的機構—正統派経済学を中心とする一般物価水準の理論的研究』巖松堂書店, 1939年。
- [7] _____, 『国際金融』春秋社, 1950年。
- [8] 鬼頭仁三郎『貨幣と利子の動態—貨幣経済の性格』岩波書店 1942年 複版1984年。
- [9] 小泉 明「資金の循環」, 山口茂・小泉明・天利長三・樋口午郎著『金融理論』現代金融全集I, 春秋社, 1966年。
- [10] 小寺武四郎『ケインズ経済学と金融』日本経済評論社, 1989年。
- [11] 石田定夫『日本経済の資金循環—国際化・自由化・金融政策東』洋経済新報社, 1993年10月。
- [12] _____, 「資金循環の図式と金融問題—金融形態論への道」, 明治大学政治経済研究所『政経論叢』第52巻第1・2合併号 1983年12月。
- [13] _____, 「資金循環の図式再論—長短金融市場の作用と対外的拡充につ

いて一」, 前掲誌第53巻第2・3合併号, 1984年12月。

- [14] _____, 「金融緩和・資本輸出型の資金循環バランスについての一考察—「資金循環の図式再々論」, 前掲誌第57巻第1・2合併号 1988年8月。
- [15] _____, 「資金循環論についてのひとつのケインズ・的解釈—鬼頭仁三郎著『貨幣と利子の動態』を中心に—」, 前掲誌第58巻第1・2合併号 1989年8月。
- [16] _____, 「資金循環分析の体系化に関する一考察—その試論的講想—」, 『明治大学社会科学研究所紀要』第29巻第2号, 1991年3月。
- [17] _____, 「通貨の産業的流通と金融の流通—「資金循環分析」の序説として—」, 前掲誌第60巻第5・6合併号, 1993年3月。
- [18] _____, 「現代資金循環論の基本問題—その体系化と拡充について—」 前掲『紀要』第32巻第2号, 1994年3月。
- [19] 原 正彦『ケインズ経済学の再構築—リアルとマネーの統合』東洋経済新報社, 1994年10月。
- [20] 金融学会編『金融経済研究』第7号(50周年記念号), 1994年7月。
- [21] 石田定夫「今回の景気拡大・調整局面における資金循環の変動—1986~93年間の動きについて—」日本証券経済研究所『証券研究』Vol. 111, 1994年10月。

〔追 記〕 本校正中, 日本銀行は1995年4月14日, 公定歩合を年利1.75%から1.0%に引き下げ, 同日実施した。最近における一段の円高化や株価の軟調が景気動向に悪影響を及ぼすことに対して, 日銀当局が懸念したためである。